



Global Financial Markets



EDDY MARKUS
Chief Economist

ICC CONSULTANTS

We publiceren tweewekelijks onafhankelijke analyses van de ontwikkelingen in- en de vooruitzichten voor de economie en de belangrijkste financiële markten voor het bedrijfsleven op middellange termijn. Onze visie is gebaseerd op een groot netwerk binnen de wereldwijd toonaangevende researchhuizen en meer dan 40 jaar ervaring in de financiële markten.

CONCREET VRAAGSTUK?

ICC ondersteunt al ruim 40 jaar (familie)bedrijven en semi-publieke instellingen als bank-onafhankelijk financierings- en treasury specialist; specifiek bij het aantrekken/verbeteren van (bancaire en non-bancaire) financieringen en bij het beheersen/afdekken van rente-risico's, valutarisico's en grondstoffenrisico's. Neem gerust contact met ons op om een vrijblijvend kennismakingsgesprek in te plannen! .

CONTACT

DAMIAN HONDERS
Account Manager Market Risk
d.honders@icc-consultants.nl
+31 (0)30 820 1221

Inflate or die?

donderdag, 9 oktober 2025 | Contents

1. EXECUTIVE SUMMARY	2
2. OPLOPENDE LANGETERMIJNRENTES	4
3. ONZEKERHEID RONDOM DE AMERIKAANSE GROEI	5
4. GEEN WEG TERUG?	7
5. DE AFWEGINGEN VAN DE FED	8
6. MOEILIK MANOEUVREREN VOOR CENTRALE BANKEN	9
7. GEVOLGEN VOOR DE FINANCIËLE MARKTEN	10
Amerikaanse rentes	12
Europese rentes	13
Aandelen	15
EUR/USD	17
Het Britse Pond	18
Inflation hedges buiten goud en zilver	19



Executive summary

- > De Japanse langetermijnrentes stijgen uit angst dat een nieuwe regering het overheidstekort snel nog veel verder zal opblazen en er een inflatiepolitiek gevoerd zal worden.
- > Dit kan gemakkelijk de Westerse langetermijnrentes mee omhoog zuigen, maar het lijkt niet erg waarschijnlijk dat dit nu gebeurt, want dan zou de yen een stuk sterker moeten zijn.
- > Voor de Westerse langetermijnrentes komt dan ook meer gevaar uit te groot blijvende overheidstekorten en daardoor te snel oplopende overheidsschulden. Al spoedig komen centrale banken dan in de hoek te zitten dat ze een inflatiepolitiek moeten gaan voeren. Vandaar dat goud en zilver de laatste tijd zo hard stijgen.
- > In principe is inflatie negatief voor de aandelenkoersen, omdat inflatie veelal alleen maar met zeer lage groei of recessie onder controle te brengen valt. Maar bij zeer lage groei, laat staan recessie lopen overheidstekort en -schuld veel te snel op. De inflatie niet of maar weinig bevechten is dan een beter alternatief.
- > De afgelopen kwartalen is de Amerikaanse economie met circa 3,8% op jaarbasis gegroeid. Het aantal arbeidsplaatsen is echter nauwelijks toegenomen. De Fed is nu bang dat door dit laatste de inkomsten bij de consument afnemen en daardoor de economische groei afzwakt.
- > Bedrijven gaan dan waarschijnlijk mensen ontslaan, zodat de werkloosheid oploopt en de koopkracht verder terugvalt. Dan kan gemakkelijk een negatieve spiraal uitbreken.
- > De Fed heeft al aangegeven als verzekering hiertegen in principe de rente verder te willen verlagen, ook al staat de inflatie momenteel te hoog. Deze houding heeft goud-, zilver- en aandelenprijzen verder opgestuwd.
- > De Amerikaanse consument is tot nu toe bereid geweest om meer te lenen en minder te sparen. Ook wordt hij geholpen door een groot positief *wealth effect*. Los hiervan wordt de economie ook geholpen door de *boom* in aan AI-gerelateerde investeringen.
- > Het kan daarom ook best zo zijn, dat de groei vrij hoog blijft en bedrijven weer extra arbeidskrachten moeten aannemen, ook al blijft Washington voor veel onzekerheid zorgen. De rentes hebben in dit geval helemaal niet veel ruimte om te dalen of moeten misschien zelfs verhoogd worden. Veel markten staan dan nu op het verkeerde been.
- > In het scenario dat wij het meest verwachten zal het de komende tijd, meer de inflatie- dan de recessiekant opgaan. Dit betekent dan minder ruimte voor renteverlaging door de Fed dan nu. In de markten verdisconteerd wordt.



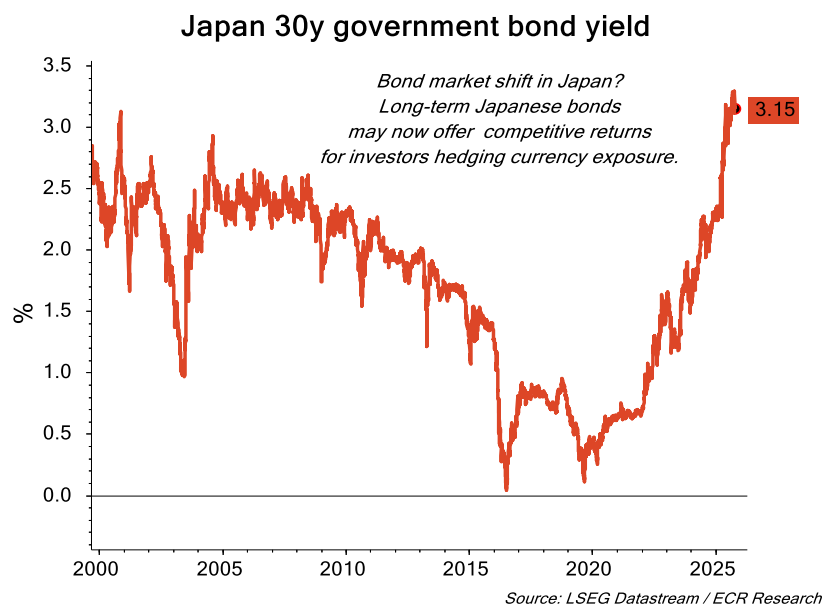
- > Het weg infleren van te hoge schulden is voor centrale banken in het westen zeer moeilijk om uit te voeren. Het beleid kan wel die kant opgaan, maar niet al te veel. Obligatiebeleggers komen anders teveel in opstand.
- > De Fed zien we de rente de komende maanden tot kwartalen nog twee à drie keer met 0,25 procentpunt verder verlagen. De ECB zal dit waarschijnlijk iets minder doen.
- > De rente op tienjarige Amerikaanse en Duitse staatsobligaties – nu circa 4,15% respectievelijk 2,7% – zien we de eerste tijd nog “side-ways” gaan voordat een nieuwe uptrend aanvangt. Dit laatste kan echter versneld worden als de “Supreme Court” In de VS op 5 november de importtarieven als niet legaal bestempeld.
- > De Bank of England zal ons inziens dit en volgend kwartaal de rente met 0,25 procentpunt verder verlagen.
- > EUR/GBP zien we niet snel onder 0,855 dalen en per saldo de komende maanden tot kwartalen naar 0,90 of hoger oplopen. GBP/USD kan dan ons inziens naar 1,30 of daaronder gaan afglijden.
- > EUR/USD zien we de komende tijd langzaam naar 1,10 – 1,12 dalen. Als de “Supreme Court” de importtarieven niet legaal verklaard kan dit sneller gaan, voordat een stijging naar 1,25 – 1,30 aanvangt als gevolg te weinig kapitaalinstream om de Amerikaanse “twin deficits” te financieren.
- > De S&P500 index zien we rond 7000 een top formeren en daarvandaan naar minstens 6000 gaan dalen.



NB: Ons publicatieschema verschuiven we een week. Verder komen onze valuta- en renterapporten in het vervolg niet meer aan het begin, maar aan het einde van de week uit. Om deze verschuiving te realiseren komt dit GFM-rapport niet over een week, maar nu uit. Het volgende GFM-rapport komt over 14 dagen uit.

Oplopende langetermijnrentes

De laatste tijd staat de rente op tienjarige Amerikaanse obligaties onder enige opwaartse druk. Vaak wordt als reden hiervoor aangedragen dat de langetermijnrentes in Japan oplopen. Dit zou Japanners die buitenlandse obligaties bezitten ertoe aanzetten deze te verkopen zodat ze meer obligaties in eigen land kunnen kopen. Dit is zeker mogelijk, maar lijkt niet logisch. De yen zou dan namelijk in koers moeten stijgen, maar deze daalt juist.



Hetgeen er wel aan de hand is, is dat in veel landen de kortetermijnrentes verlaagd worden, terwijl niet altijd de inflatie naar het gewenste niveau is teruggezaakt. Waarom doen de centrale banken dit? Het antwoord dat hierop veel gegeven wordt, is dat de overheidstekorten veel te groot blijven en daardoor de overheidsschulden te snel oplopen. Dit weer drijft de rente op, hetgeen het tekort verder vergroot, enzovoort. De centrale banken moeten om dit te voorkomen steeds meer de tekorten gaan financieren met geld dat ze er zelf bij creëren. Dit betekent in de toekomst hogere inflatie. Temeer daar ze er nu al mee beginnen, terwijl de inflatie nog te hoog staat. Het is vervolgens de angst voor hogere inflatie, die volgens deze redenering, de langetermijnrentes opdrijft. Vandaar ook dat de edelmetalen zo hard in prijs oplopen.

Zou men alleen maar voor de VS een voorgaand scenario vrezen, dan zou de dollar in koers dalen. De laatste tijd is deze echter vrij stabiel ten opzichte van de euro, hetgeen betekent dat men voor Europa hetzelfde vreest.



Onzekerheid rondom de Amerikaanse groei

De vraag is vervolgens of dit alles voorlopig door zal zetten. Daar vallen zeker een paar opmerkingen over te maken:

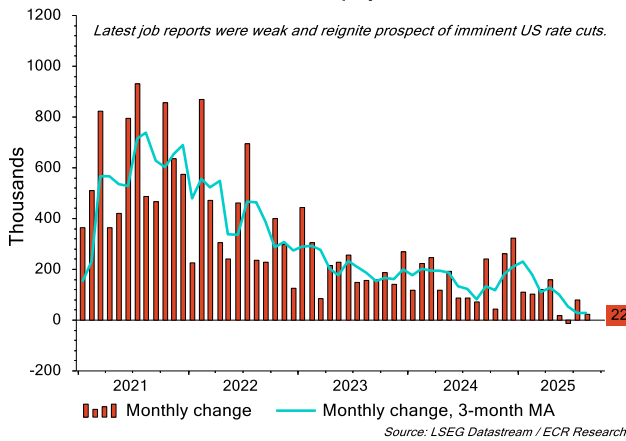
- > Een belangrijk deel van de geplande inkomsten voor de Amerikaanse overheid bestaan uit de opbrengsten vanuit de importtarieven. Op 5 november doet het *Supreme Court* uitspraak of deze importtarieven wel als legaal kunnen worden aangemerkt. Zo niet, dan vallen in ieder geval een tijdlang veel van deze inkomsten bij de overheid weg.
Ongetwijfeld zal Washington dan proberen ze op een andere manier weer in te stellen, maar de verwachting is dat daar dan behoorlijk wat tijd voor nodig is. Bovendien komen dan veel recent afgesloten handelsakkoorden op losse schroeven te staan, hetgeen de wereldeconomie behoorlijk zal afremmen. Lagere groei betekent vervolgens minder belastingopbrengsten voor de overheid.
- > Sowieso bestaat op dit moment grote onzekerheid over de groei van de Amerikaanse economie. De Fed is bang dat door een te geringe toename van de werkgelegenheid de koopkracht gaat stagneren en daardoor bedrijven vroeg of laat mensen gaan ontslaan. De koopkracht valt dan verder terug, zodat dan een negatieve spiraal kan ontstaan.
Tot nu toe is dit niet gebeurd, omdat er meer geleend en minder gespaard is. Bovendien profiteert de consument van een positief *wealth effect* als gevolg van de gestegen aandelen, obligatiekoersen en huizenprijzen. Bij stagnerende inkomsten kan dit alles echter niet lang aanhouden.
Begrijpelijk dus dat er van alle kanten druk op de Fed wordt uitgeoefend om de rente te verlagen om daarmee het risico op een recessie zo klein mogelijk te maken.
- > De andere kant van de medaille is dat de Amerikaanse economie in zowel het tweede als het derde kwartaal met circa 3,8% is gegroeid. Iets dat vooral wordt veroorzaakt door de “boom” in investeringen die iets met AI te maken hebben. Samen met de verlaagde rentes en het positieve *wealth effect* houdt dit voornamelijk de groei op de been. Daar komt dat de Amerikaanse economie vanaf begin volgend jaar ook (licht) fiscaal gestimuleerd gaat worden. Al helemaal indien de importtarieven voor een groot deel onwettig verklaard worden.
Met andere woorden, het kan ook precies de andere kant opgaan: dat de aanhoudende economische groei binnenkort juist voor meer werkgelegenheid gaat zorgen en de groei in een opwaartse spiraal terechtkomt.
- > Gebeurt dit laatste, dan zullen vanwege de lage werkloosheid en geringe toename van de beroepsbevolking, loonstijgingen en inflatie vrij spoedig oplopen. Maar dan komt een volgende onzekerheid om de hoek kijken. Zoals eerder aangegeven is de Amerikaanse economie de afgelopen kwartalen met circa 3,8% op jaarbasis gegroeid, terwijl nauwelijks sprake was van de toename van het aantal banen. Indien deze cijfers kloppen – niet 100% zeker – heeft er dus een grote toename van de productiviteit plaatsgevonden. De grote vraag hierbij is of dit een éénmalig verschijnsel is geweest – er is een tijdlang meer productie uit de aanwezige werkrachten geperst – of dat dit al het gevolg is van de invoering van AI.

De meeste experts denken dat vooral het eerste het geval is geweest, maar het tweede valt niet geheel uit te sluiten. Is dit laatste het geval dan kan ook voor de toekomst op een aanzienlijk hogere productiviteitsstijging gerekend worden. De economie kan dan een stuk harder groeien, zonder dat dit meteen oplopende loonstijgingen en inflatie met zich meebrengt.

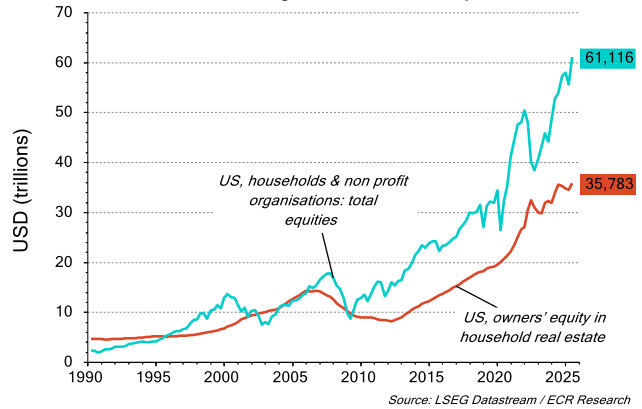


Overigens blijft er dan nog altijd opwaartse druk op de langetermijnrente staan, alleen een stuk minder dan als de inflatie ook oploopt.

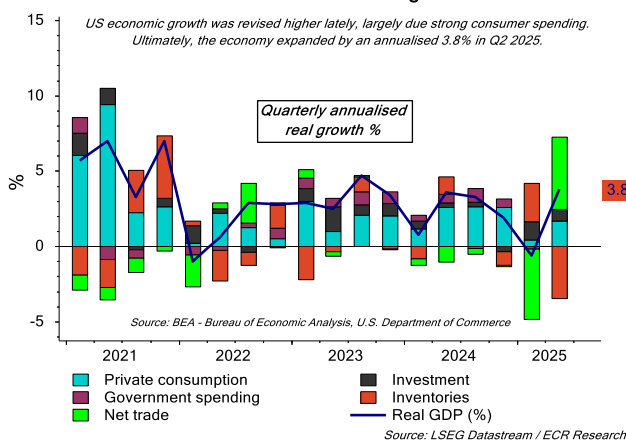
US nonfarm payrolls



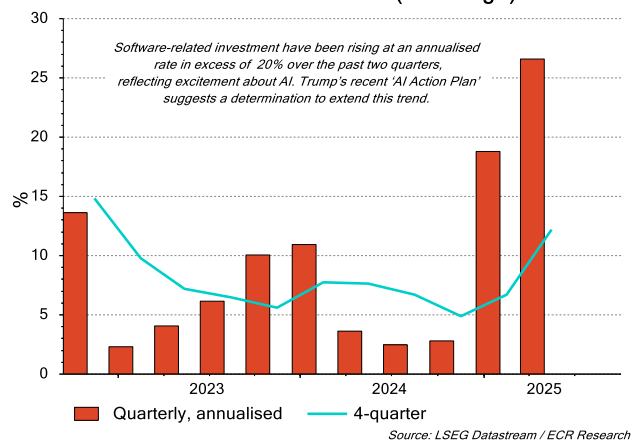
Real estate (and equities) have been the engines of US household wealth generation in the past decade



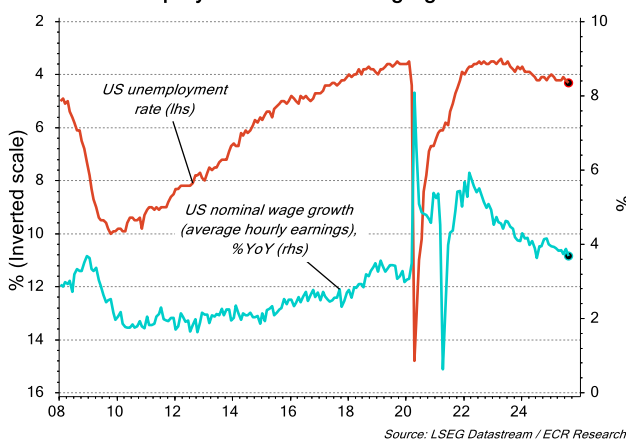
US contributions to GDP growth



US software investments (% change)

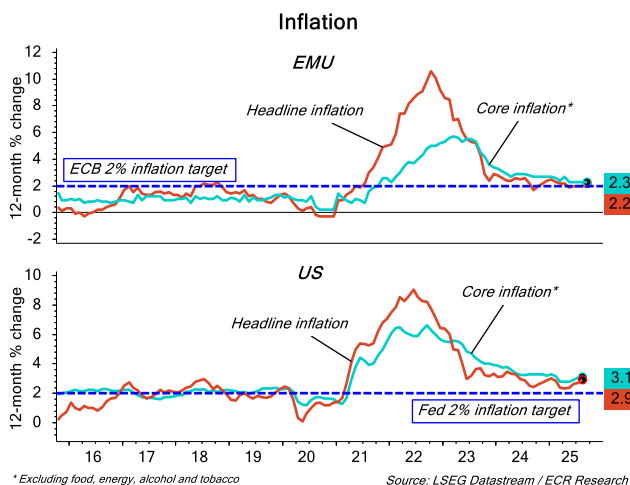


US unemployment rate and wage growth %YoY



30-year government bond yields





G7 CPI (inflation) %YoY

Inflation remains well above target in the G7 nations (except for Italy & France)

Country	Canada	France	Germany	Italy	Japan	UK	US
Mar 24	2.9	2.3	2.2	1.2	2.7	3.2	3.5
Apr 24	2.7	2.2	2.2	0.8	2.5	2.3	3.4
May 24	2.9	2.3	2.4	0.8	2.9	2.0	3.3
Jun 24	2.7	2.2	2.2	0.8	2.9	2.0	3.0
Jul 24	2.5	2.3	2.3	1.3	2.7	2.2	2.9
Aug 24	2.0	1.8	1.9	1.1	3.0	2.2	2.5
Sep 24	1.6	1.1	1.6	0.8	2.5	1.7	2.4
Oct 24	2.0	1.2	2.0	0.9	2.2	2.3	2.6
Nov 24	1.9	1.3	2.2	1.3	2.9	2.6	2.8
Dec 24	1.8	1.3	2.6	1.3	3.7	2.5	2.9
Jan 25	1.9	1.7	2.3	1.5	4.0	3.0	3.0
Feb 25	2.6	0.8	2.3	1.6	3.7	2.8	2.8
Mar 25	2.3	0.8	2.2	1.9	3.6	2.6	2.4
Apr 25	1.7	0.8	2.1	1.9	3.5	3.5	2.3
May 25	1.7	0.7	2.1	1.6	3.4	3.4	2.4
Jun 25	1.9	1.0	2.0	1.7	3.2	3.6	2.7
Jul 25	1.7	1.0	2.0	1.7	3.0	3.8	2.7
Aug 25	1.9	0.9	2.2	1.6	2.8	3.8	2.9
Sep 25	N/A	1.2	2.4	1.6	N/A	N/A	N/A

High inflation Low inflation/deflation

Source: LSEG Datastream / ECR Research

Geen weg terug?

Het grote verschil met vroeger is dat centrale banken, zeker ook de Fed, veel banger voor recessie zijn geworden. Zodra het die kant opgaat, wordt meteen hard op het monetaire gaspedaal getrapt via renteverlaging en meer creatie van geld. Een recessie zorgt namelijk voor minder belastingopbrengsten en hogere overheidsuitgaven. Met andere woorden, in een recessie neemt het overheidstekort aanzienlijk toe. Dit terwijl het nu al – in tijden van hoogconjunctuur – ruim 6% van GDP bedraagt. Dit betekent tekorten van 8% – 10% tijdens recessie.

Het grote gevaar dat daarin schuilt, is dat markten zich dan druk gaan maken hoe de enorme overheidsschuld in de toekomst gefinancierd wordt. Of de overheid moet dan zoveel lenen dat daardoor de langetermijnrentes gaan stijgen of de centrale bank gaat steeds meer van de tekorten financieren door extra geldcreatie. Dit laatste betekent hogere inflatie en daarmee ook hogere langetermijnrentes. Hogere rentes vergroten evenwel de tekorten nog meer, enzovoort. Dit betekent dus uit de hand lopende overheidstekorten. Vandaar dat recessies nu vermeden moeten worden.

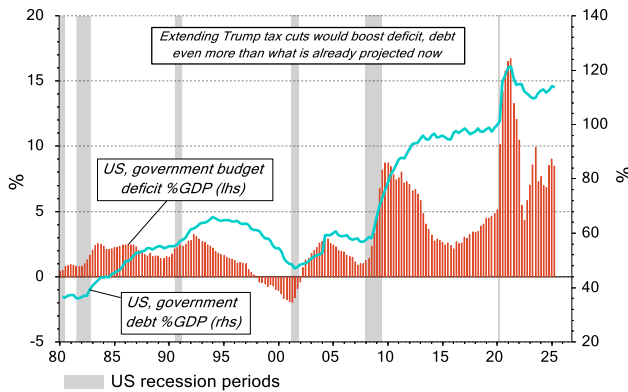
Dit laatste kan inderdaad, in ieder geval een tijdlang, vermeden worden door monetair te financieren. echter:

- > Recessies zijn vaak een zeer nuttig verschijnsel. Het betekent namelijk dat excessen en/of verkeerde investeringen uit de voorgaande periode weggewerkt worden. Dit verschaft dan een veel gezondere basis voor de volgende expansie-periode.
- > Zolang de inflatie niet verder oploopt dan 4% à 5% valt deze meestal weer na 2% à 3% terug te dringen door middel van zeer lage groei. In de huidige situatie is dit evenwel riskant, omdat bij aanhoudende lage groei de overheidsfinanciën waarschijnlijk uit de hand lopen. Dit wordt nog veel erger indien de inflatie boven de 4% à 5% is uitgestegen en/of hardnekkig hoog blijft. Meestal is het dan alleen maar mogelijk om de inflatie onder controle te krijgen met een recessie. Hoe hoger de inflatie, hoe dieper de recessie ook moet worden.



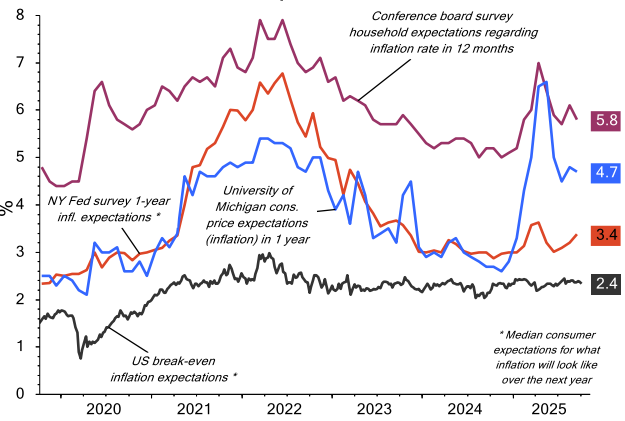
Een recessie, laat staan een diepe, is echter veel te gevaarlijk. Dit betekent dat als men één keer het inflatiepad opgaat, er vrijwel geen weg terug meer is.

US government debt & deficits are unprecedentedly high for times when there is no crisis and the US is not at war



Source: LSEG Datastream / ECR Research

US inflation expectations elevated



Source: LSEG Datastream / ECR Research

De afwegingen van de Fed

Dit toont nogmaals aan hoe cruciaal het verdere verloop van de productiviteit is. Hoe harder deze toeneemt, hoe geringer de kans om in bovenstaand scenario terecht te komen. Dit brengt ons ook bij het scenario dat wij nu het meest waarschijnlijk achten.

De Fed zelf zegt dat de laatste renteverlaging als een soort van verzekering gezien moet worden. Dus een verzekering om niet in een recessie terecht te komen. Nu kan het zo zijn dat de angst van de Fed uitkomt en de Amerikaanse economie in een negatieve spiraal terechtkomt. De kans daarop valt moeilijk aan te geven, omdat dit vooral van psychologische factoren afhangt. Washington creëert namelijk zoveel onzekerheid op veel vlakken, dat zowel consumenten als bedrijven terughoudender zijn geworden met investeringen en grote uitgaven. Hoe meer dit doorzet, hoe groter de kans dat een negatieve spiraal uitbreekt. Hoe het ook zij, de Fed zal de economie op de voet volgen en meteen – zodra het risico op te lage groei te groot wordt – de rente verlagen.

Het tegenovergestelde kan echter ook, namelijk dat de werkgelegenheid weer toe gaat nemen. De Fed hoeft dan niets te doen of misschien moet de rente dan zelfs weer verhoogd worden.

In alle gevallen zal de centrale bank echter zo weinig mogelijk risico nemen om te hard op de rem of te weinig op het monetaire gaspedaal te trappen. Dit betekent dat de risico's eerder aan de inflatie – dan aan de recessiekant genomen zullen worden.

Iets verder vooruitkijkend maakt het dus niet zoveel uit welk beleid op de korte termijn gevoerd gaat worden. Natuurlijk, hoe zwakker de economie, hoe meer de rente in eerste instantie verlaagd zal worden. Uiteindelijk komt men echter op een groei uit die ver weg blijft van een recessie.

Vandaar dat we verwachten dat – in het geval de groei van de huidige circa 3,8% naar 1% à 1,5% zou dreigen terug te vallen – de kortetermijnrentes veel meer zullen dalen dan de langetermijnrentes. Deze laatste zouden zelfs wel eens kunnen gaan stijgen als door de dalende kortetermijnrentes de dollar



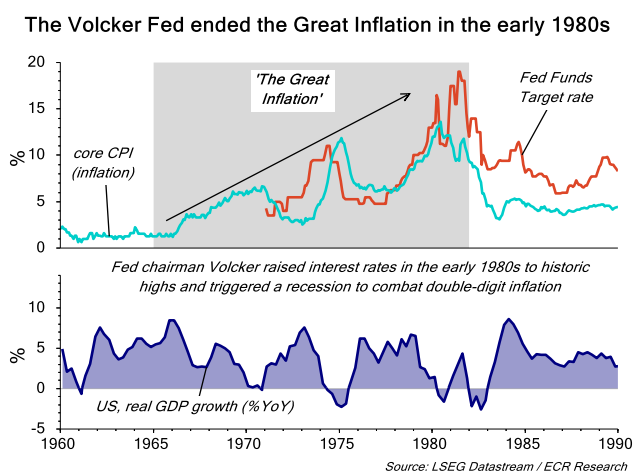
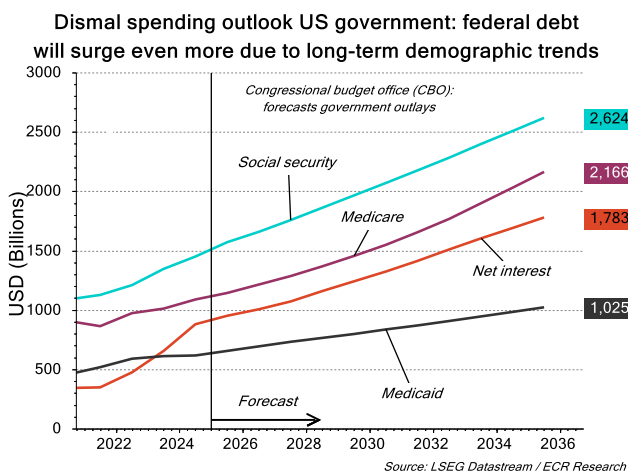
zwak wordt en daardoor buitenlandse kapitaalbezitters minder in de VS gaan beleggen en/of hun dollarrisico gaan afdekken door dollars op termijn te verkopen.

Wij verwachten evenwel dat het niet zo ver zal komen dat de Fed de rente veel moet verlagen. Wij denken namelijk dat de consument het nog wel even vol zal houden op basis van het positieve wealth effect, minder sparen en meer lenen, etcetera. Bedrijven kunnen dan ons inziens niet veel anders dan spoedig extra personeel aannemen. Wij verwachten dus niet dat dit voorkomen zal worden door een veel hogere toename van de productiviteit.

Het kan best zo zijn dat de Fed dan nog altijd de rente een paar keer verlaagt om er zeker van te zijn dat een recessie voorkomen wordt, maar dat zal ons inziens de angst voor inflatie verhogen. Bedacht moet worden, dat ten opzichte van dit scenario nu al eerder teveel dan te weinig renteverlaging verdisconteerd wordt.

Moeilijk manoeuvreren voor centrale banken

Vaak leest men dat door overheidstekorten door de centrale bank te laten financieren in ieder geval geruime tijd de korte- en langetermijnrentes laag gehouden kunnen worden. Iets waar de komende tijd wel eens zeer grote behoefte aan zou kunnen bestaan aangezien hoge rentes de post 'te betalen rente' over de oude schulden teveel opdrijft. Overheidsuitgaven die noodzakelijk voor de groei in de toekomst zijn – bijvoorbeeld onderwijs, research and development, infrastructuur, etcetera – worden dan steeds meer door de renteverplichtingen verdrongen. De groei gaat dan afnemen, waardoor het overheidstekort verder toeneemt, de rente verder stijgt, etcetera. Grote overheidstekorten zorgen dan voor steeds meer *crowding-out* van bedrijven en consumenten die ook geld willen lenen.



Naarmate de rente daardoor stijgt, wordt het dan voor de private sector te duur om geld te lenen. Steekt de centrale bank daar geen stokje voor, dan loopt de reële rente steeds verder op, hetgeen ook allerlei asset prijzen omlaag zal drukken. Dit weer zorgt dan voor lagere groei van de economie.



In een situatie waarin de overheidstekorten en schulden uit de hand dreigen te lopen komt er dus enorme druk op regeringen en centrale banken te staan om de rente laag te houden of te verlagen. Te denken valt dan aan:

- > Overheden meer kort dan lang laten lenen. De centrale bank kan dan vervolgens de kortetermijnrente laag houden.
- > De centrale bank zelf steeds meer obligaties laten opkopen met geld dat zij er zelf bij creëert.
- > Overheid en centrale bank een maximum voor de langetermijnrente laten instellen. Zodra de rente daarbovenuit dreigt te komen gaat de centrale bank obligaties kopen, net zolang totdat de rente weer onder het maximum daalt.
- > Institutionele beleggers dwingen meer obligaties te kopen.

In al deze gevallen wordt de rente dus kunstmatig laag gehouden of omlaag gedrukt, hetgeen vroeg of laat de inflatie zal opdrijven. Dit betekent dan ook dat beleggers niet hun obligaties aanhouden totdat inflatie en rentes gestegen zijn en zo verlies gaan lijden, maar reeds zodra ze dit zien aankomen hun obligaties beginnen te verkopen. Mochten centrale banken en/of regeringen daardoor bang worden voor te snel oplopende rentes en deze kunstmatig laag gaan houden, dan neemt de angst voor inflatie bij beleggers alleen maar nog verder toe en gaan ze nog meer obligaties verkopen, etcetera. Iets dat op ten duur niet vol te houden valt en er vroeg of laat toe leidt dat de rentes gaan exploderen.

Dit gebeurde bijvoorbeeld eind zeventiger/begin tachtiger jaren. De toenmalige voorzitter van de Fed, Paul Volcker, kon toen niet meer anders dan door middel van scherpe verhoging van de kortetermijnrente en recessie de inflatie terugdringen.

Het is daarom te gemakkelijk om te stellen dat te grote overheidsschulden weggeïnfleerd kunnen worden. De centrale bank kan niet zomaar de inflatie uit de hand laten lopen. Dit is dan ook iets hetgeen we de komende tijd een rol zien gaan spelen mocht inderdaad – zoals wij verwachten – in de VS binnenkort het aantal banen weer toenemen en daardoor de groei hoog blijven.

Aannemende dat dit niet gecompenseerd wordt door snelle toename van de productiviteit, zal dit dan tot de verwachting van hogere loonstijgingen en inflatie leiden. Iets dat de Fed niet zomaar zijn gang kan laten gaan. De centrale bank zal dan toch iets moeten ondernemen om op zijn minst de suggestie te wekken te hoge inflatie niet te zullen tolereren. Iets dat we de komende tijd verwachten, mocht het inderdaad de kant van hoog blijvende groei op gaan.

In de praktijk betekent dit dat de markten minder renteverlaging in de toekomst gaan verdisconteren – in het uiterste geval zelfs renteverhoging – hetgeen dus waarschijnlijk tot een flinke koersreactie bij veel markten zou leiden.

Gevolgen voor de financiële markten

Zoals eerder aangegeven, lijkt de Amerikaanse economie af te stevenen op een dusdanige hoge groei, dat er sprake wordt/ blijft van volledig capaciteitsbezetting en opwaartse druk op de loonstijgingen en de inflatie. Dit is gunstig voor goud, maar ook voor aandelen omdat een op volle toeren draaiende economie gunstig voor de winsten is.



De vraag is alleen hoe de Amerikaanse economie dit doel zal bereiken. Wordt dit doel snel bereikt of wordt er eerst sprake van stagnatie bij de banengroei, waardoor de economie afkoelt en de werkloosheid oploopt. De Fed moet dan eerst een tijd lang op het monetaire gaspedaal trappen, voordat de groei voldoende herstelt om een op volle capaciteit draaiende economie te bereiken.

Zoals eerder aangegeven neigen wij naar het eerste, maar we moeten toegeven dat vooralsnog weinig cijfers daarop wijzen. De markten gaan er dan ook vooralsnog van uit, dat de economie eerst door een periode van zwakte heen moet. Een zwakte die vooralsnog vooral veroorzaakt wordt door de onzekerheid die Washington heeft gecreëerd. Dit verklaart dan ook de recente marktbevingen:

- > De rente en obligatiemarkten gaan ervan uit dat de Fed voorlopig de rente verder gaat verlagen. Ongetwijfeld zal Washington op de achtergrond ook van alles doen om de langetermijnrentes laag te houden.
- > EUR/USD beweegt niet veel en USD/JPY is zelfs ondanks de verwachte daling van de Amerikaanse rente gestegen. Dit komt doordat de euro ook is verzwakt als gevolg van de recente tegenvallende groeicijfers. Dit verhoogt de kans dat de ECB de rente nog verder zal verlagen. De yen is ook flink verzwakt, niet zozeer door lage groeicijfers, maar vooral door de verwachting dat een nieuwe regering het overheidstekort nog verder zal laten oplopen en de Bank of Japan dit voor een flink deel, monetair zal financieren.
- > Voor zowel de VS als voor Europa wordt verwacht dat de centrale banken net zo lang op het monetaire gaspedaal zullen blijven trappen totdat de economie op volle capaciteit bezetting draait en dat, als dit punt eenmaal bereikt wordt, groei een hogere prioriteit zal behouden dan inflatie. Dit vanwege de veel te grote overheidstekorten. Op basis hiervan worden aandelen en edelmetalen gekocht. Alleen hoe meer de rente nu eerst nog gaat dalen, hoe eerder volledige capaciteitsbezetting bereikt wordt en des te aantrekkelijker wordt het om aandelen en goud alvast nu te kopen.

Men moet zich bij dit alles echter twee zaken afvragen:

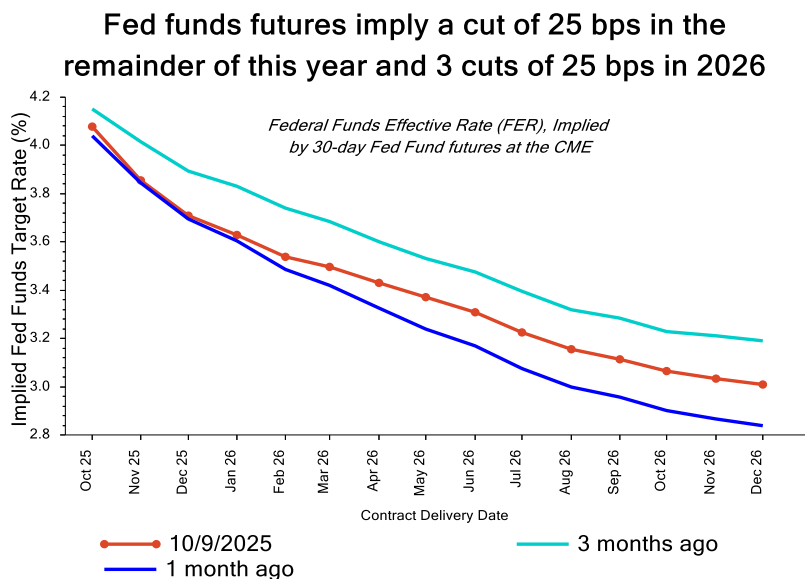
- > Wordt er voor de korte termijn niet teveel van zwakte van de economie uitgegaan. Het is maar net waar men naar kijkt: stagnatie bij het aantal banen of vooralsnog hoge groei.
- > Hoe zeker is het dat als eenmaal het doel van volledige capaciteitsbezetting bereikt wordt, de centrale bank niet meer zozeer op de inflatie let. Ongetwijfeld zal er – om uit de hand lopende overheidsfinanciën te voorkomen – grote druk uitgeoefend worden om groei een hogere prioriteit te geven, maar zoals eerder aangegeven moet men goed oppassen, zich daarmee niet “in de eigen vingers te snijden”. Zomaar de inflatiedoelstelling loslaten kan chaos op de financiële markten veroorzaken. Dit moet dus heel subtiel gebeuren.

Meer concreet verwachten we het volgende voor de verschillende markten.

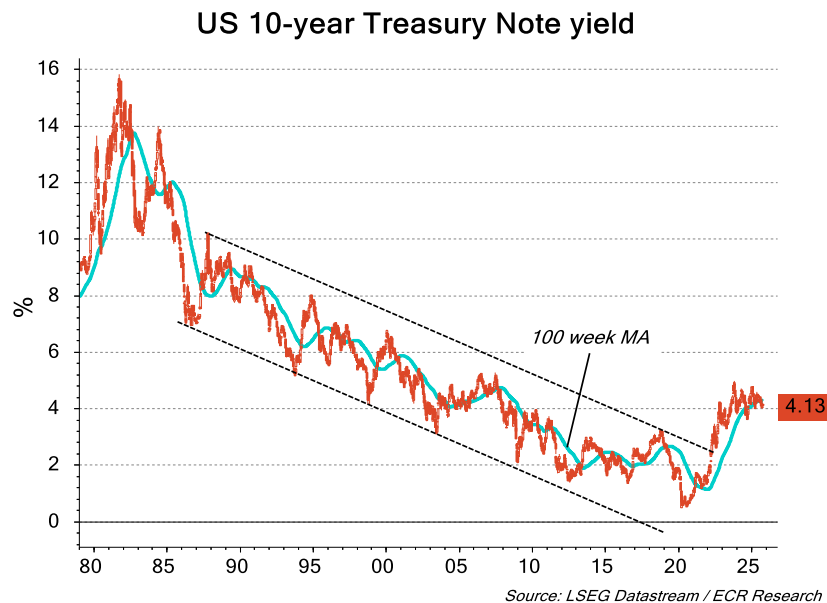


Amerikaanse rentes

Zoals eerder aangegeven zijn er op dit moment maar weinig aanwijzingen dat de werkgelegenheid weer toeneemt. Komen deze er binnenkort alsnog dan nog zal de Fed eerst gedurende een paar maanden betere cijfers willen zien, voordat de centrale bank van een hoge groei uit zal gaan. Uit veiligheidsoverwegingen – dat wil zeggen om er zeker van te zijn dat een recessie vermeden zal worden – zien we de Fed dan ook dit jaar en begin volgend jaar de rente met 0,25 procentpunt verder verlagen. Valt de groei echter veel meer terug dan wij verwachten – waar de Fed bang voor is – dan kan de rente voor medio 2026, gemakkelijk nog 5 keer met 0,25 procentpunt verder verlaagd worden. Dit is overigens wel iets hetgeen de markten al voor een groot deel verdisconteren.



Wat ons betreft is het slechts een kwestie van tijd voordat de rente op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties – nu circa 4,15% – boven de 5% uit gaat stijgen. Dit omdat er waarschijnlijk in de toekomst sprake zal worden van volledig capaciteitsbezetting, groot blijvende overheidstekorten en uiteindelijk oplopende inflatie. Alleen als de economie voorlopig zwak blijft, zal de tienjarige rente de eerste tijd nog niet gaan stijgen of zelfs gaan dalen. De tienjarige rente zal dan echter alleen maar onder de 3,85% terecht komen, indien de economie echt heel zwak wordt, hetgeen wij op dit moment een geringe kans geven.



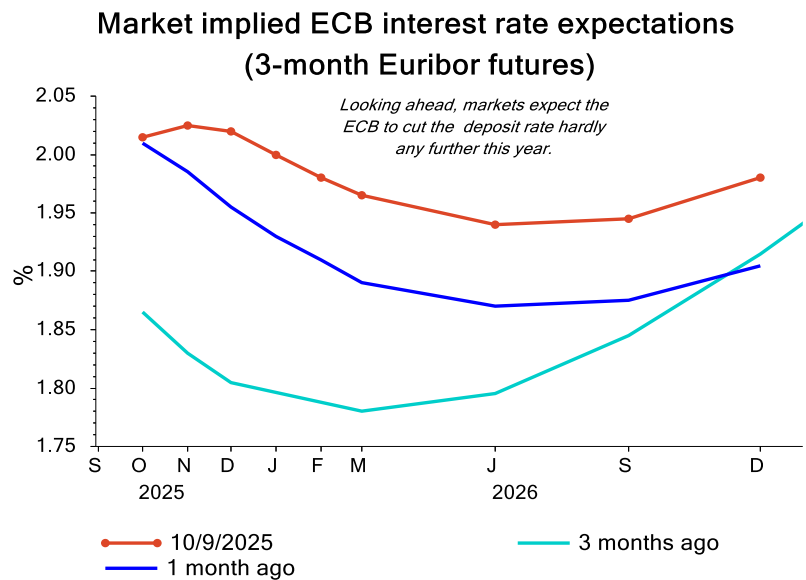
Andersom zou het een belangrijk signaal geven indien de tienjarige rente boven de 4,35% uit klimt. Waarschijnlijk is dan een uptrend begonnen. De kans daarop zou snel toenemen Als de Supreme Court op 5 november bepaalt dat de importtarieven niet legaal zijn. Meteen wordt er dan sprake van grotere overheidstekorten en fiscale stimulering.

Europese rentes

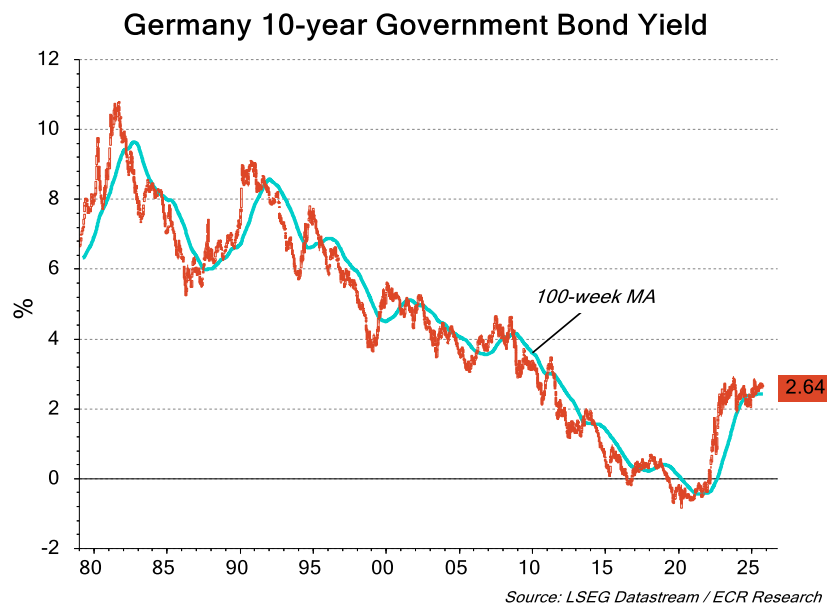
De Europese economie wordt nog altijd flink geplaagd door de importtarieven die Washington heeft ingesteld, alsmede door de onzekerheid die daaromheen blijft bestaan. Daarnaast is er sprake van een steeds heftiger concurrentie uit China. Überhaupt is er sprake van een moeilijker geworden concurrentiepositie door de koersstijging van de euro.

Nu is het zo, dat de ECB ervan uitgaat dat de Europese regeringen veel meer geld zullen gaan uitgeven aan defensie en infrastructuur. Vandaar dat de centrale bank uitgaat van oplopende economische groei (overigens ook omdat de lonen harder stijgen dan de inflatie). Vooralsnog zijn er echter vrij veel zwakke cijfers uitgekomen. Alhoewel we de kans nog altijd minder dan 50% achten, betekent dit dat de kans wel aan het toenemen is, dat de rente nog één of twee keer met 0,25 procentpunt verder verlaagd wordt. Kijken we verder vooruit dan zal de rente vanaf eind 2026/begin 2027 waarschijnlijk weer gaan oplopen.

Gezien de aanhoudende zwakte van de Europese economie, concentreert de obligatiemarkt zich nog niet veel op mogelijk het begin van rentestijging vanaf eind 2026/begin 2027. Ook is de Amerikaanse langetermijnrente nog niet veel vanaf het dieptepunt opgelopen, zodat de Europese langetermijnrente daardoor niet mee omhoog gezogen is. Deze situatie kan best nog wel een tijd aanhouden, waardoor de rente op tienjarige Duitse staatsobligaties – nu circa 2,7% – nog een tijd rond het huidige niveau kan blijven hangen.



Het is echter waarschijnlijk dat de Europese economie langzaam harder zal gaan groeien, terwijl er ook sprake blijft van grote overheidstekorten en iets oplopende inflatie. Wij verwachten daarom dat gedurende de komende kwartalen de tienjarige Duitse rente boven de 3% uitbreekt. Iets dat versneld kan worden als de “Supreme Court” in de VS op 5 november de importtarieven als niet legaal verklaard. Overigens zien we tot het zover is de tienjarige Duitse rente niet onder de 2,4% dalen.

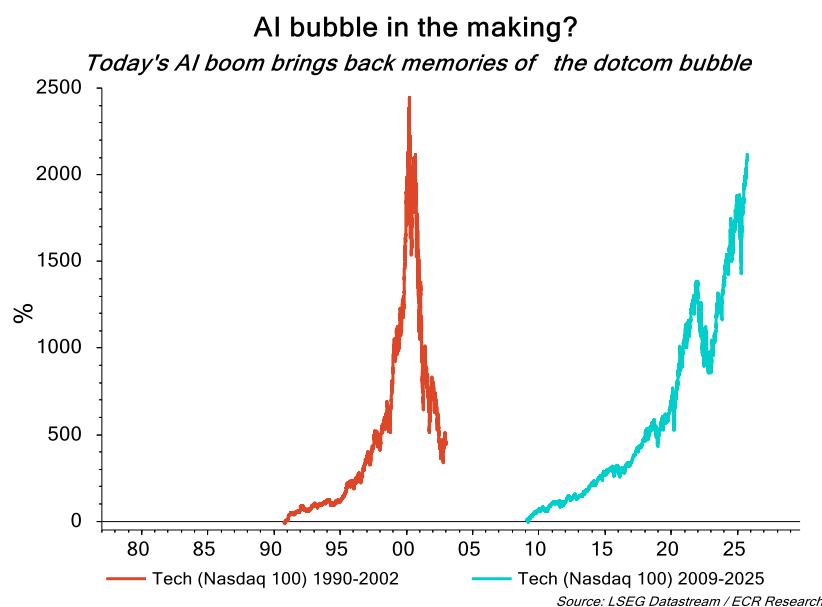




Aandelen

Zoals eerder aangegeven stijgen de aandelenkoersen hard, omdat er van uitgegaan wordt, dat de Fed en andere centrale banken net zolang de rente zullen blijven verlagen, totdat de economie op volle capaciteitsbezetting draait. Dan zal waarschijnlijk ook de inflatie gaan stijgen, maar verwacht wordt dat groei een hogere prioriteit zal krijgen dan inflatie. Een zeer gunstig vooruitzicht dus voor de winsten.

Vreemd genoeg helpt een zwakke economie de aandelen nu juist, omdat dit meer renteverlaging betekent, terwijl waar de economie naartoe gaat, dezelfde blijft. Verder worden de aandelen nu geholpen door de “boom” in alles wat met “Artificial Intelligence” te maken heeft.



Om twee redenen denken wij echter dat de stijging nu overdreven wordt:

- > Ons inziens wordt er van te veel zwakte van de Amerikaanse economie uitgegaan, zodat we verwachten dat de renteverlagingen door de Fed en andere centrale banken zal gaan tegenvallen.
- > Er wordt nu zeer veel in A.I. geïnvesteerd maar waarschijnlijk zal door de enorme nationale en internationale concurrentie, het rendement hierop gaan tegenvallen.

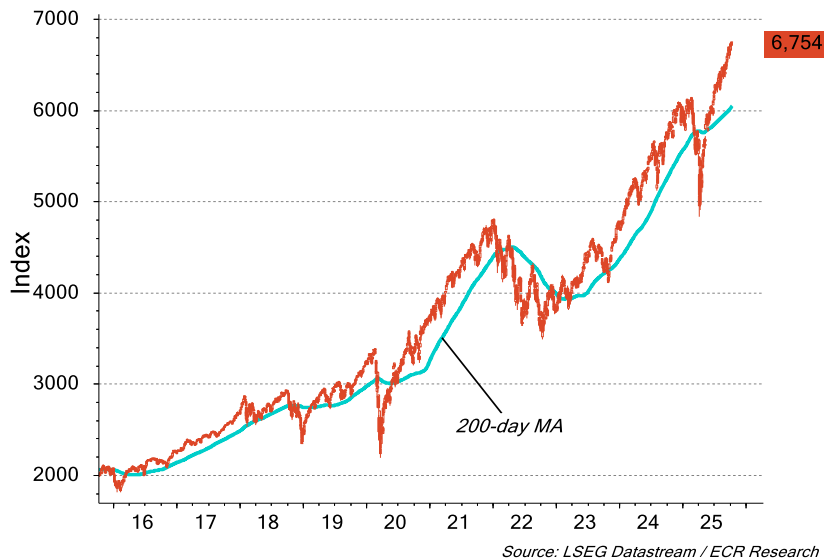
Daarnaast maken we ons zorgen over de wat langere termijn vooruitzichten, met name voor die van de VS. Het ziet er namelijk naar uit dat de Amerikaanse overheidstekorten veel te groot zullen blijven (die van de meeste Europese landen ook, maar in mindere mate) en we verwachten dat de VS steeds meer moeite zullen krijgen om voldoende buitenlands kapitaal aan te trekken, met hogere rentes en een zwakkere dollar tot gevolg. Dit kan gemakkelijk tot chaos op de financiële markten leiden.

De S&P500 index zien we dan ook binnenkort rond 7000 een top bereiken en daarvandaan dalen. Dit laatste zelfs mogelijk voor langere tijd, maar het is nog te vroeg daar ferme uitspraken over te doen. In ieder geval verwachten we vanaf de top, een terugval naar circa 6000. De komende tijd verwachten we

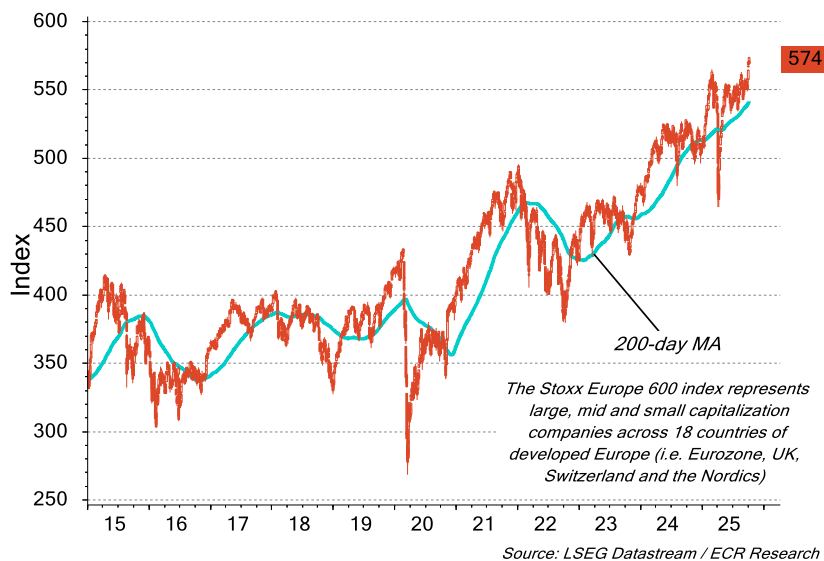


daarbij – vanwege iets oplopende Amerikaanse rentes en een sterkere Dollar – enige mindere performance van de aandelen in de opkomende landen, maar juist iets betere van de Europese aandelen.

S&P 500 index



Stoxx Europe 600 index



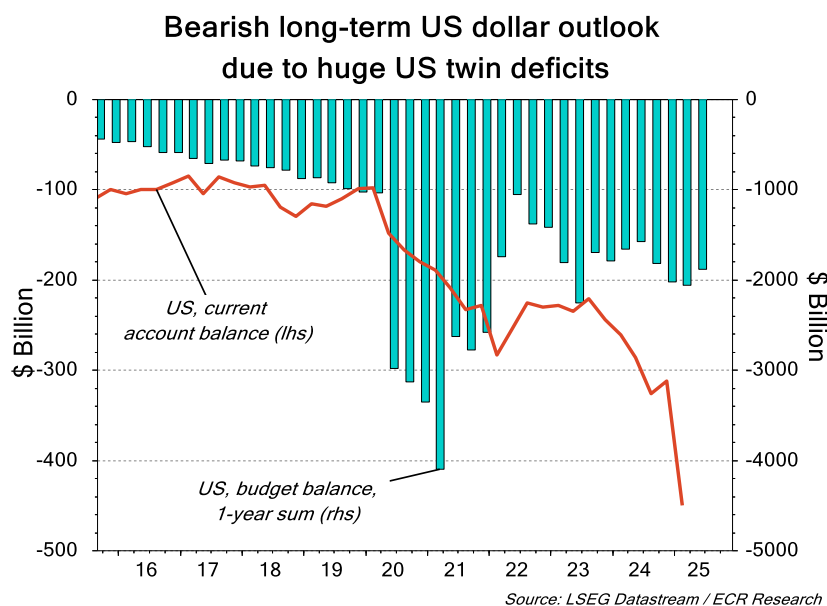


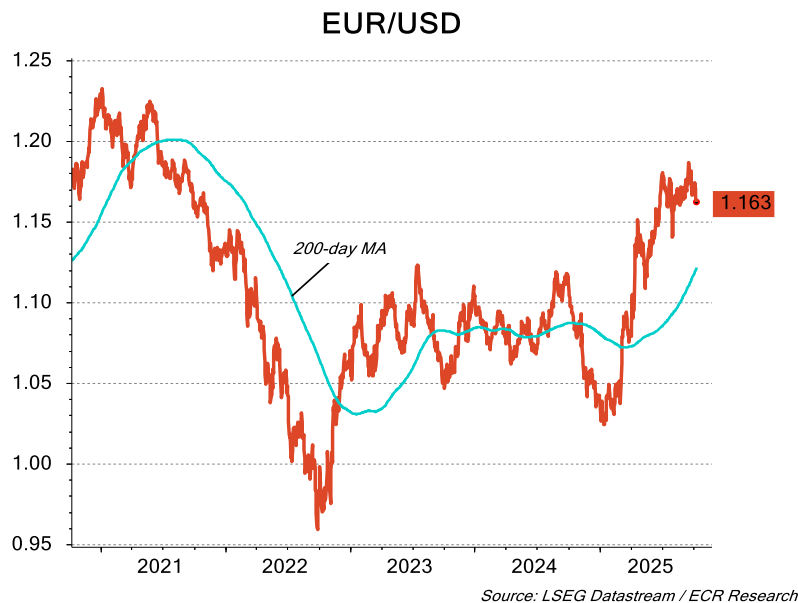
EUR/USD

De laatste tijd vallen de cijfers over de Europese economie tegen en hierdoor houden de markten steeds meer rekening met renteverlaging door de ECB. Maar de markten zien de Fed de rente veel meer verlagen als gevolg van de verwachting dat de Amerikaanse economie voorlopig zwak zal blijven. Dit was dan ook de reden dat EUR/USD pas geleden naar circa 1,19 was opgelopen. De laatste tijd twijfelt men echter of de Fed wel zo agressief de rente zal verlagen, waardoor EUR/USD weer naar circa 1,16 is teruggezakt.

Er speelt echter nog iets anders. De VS hebben grote tekorten op de overheidsfinanciën en de lopende rekening. Dit betekent dat er veel buitenlands kapitaal het land in moet stromen, willen Amerikaanse rentes niet gaan stijgen en de koers van de dollar gaan dalen. Washington creëert echter zoveel onzekerheid op politiek, juridisch en economisch vlak, dat de instroom begint af te nemen. Met name dekken steeds meer buitenlandse beleggers die in de VS beleggen, hun dollarrisico af, door de Amerikaanse munt op termijn te verkopen. Dit is ook de reden waarom we EUR/USD op de iets langere termijn naar 1,25 – 1,30 zien oplopen.

Op de korte termijn bezien zou de koers echter juist de andere kant op kunnen gaan en naar 1,10 – 1,12 gaan afglijden. Dit omdat wij denken dat de markten nu van te agressieve renteverlaging door de Fed uitgaan. Al helemaal als de “Supreme Court” de importtarieven als niet legaal verklaart.

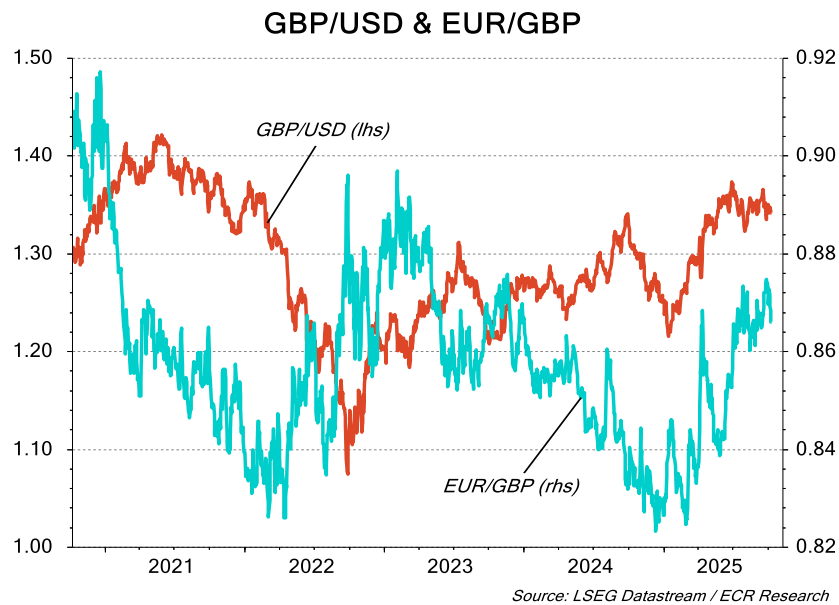




Het Britse Pond

In Groot-Brittannië blijft sprake van zowel grote tekorten op de overheidsfinanciën als op de lopende rekening. Buitenlandse kapitaalbezitters hebben er echter maar weinig vertrouwen in, dat de huidige regering deze tekorten onder controle kan krijgen. Het ziet er daarom steeds meer naar uit dat er onvoldoende buitenlands kapitaal het VK binnen zal stromen om die beide tekorten te financieren. Het gevolg is dan neerwaartse druk op de koers van het pond en opwaartse druk op de Britse langetermijnrentes.

Op de euro staat echter ook neerwaartse druk doordat de Europese economie zo moeizaam van de grond komt. Dit heeft vooralsnog een grotere stijging van EUR/GBP voorkomen. We verwachten evenwel dat de Europese economie binnenkort zal aantrekken als gevolg van hogere reële lonen en de oplopende fiscale stimulering. De neerwaartse druk op de euro zal dan verminderen/verdwijnen. Hierdoor zien we de komende maanden tot kwartalen EUR/GBP niet meer ver onder 0,855 terechtkomen en per saldo gaan oplopen naar 0,90 of hoger. GBP/USD zien we daarbij geleidelijk aan naar 1,30, zo niet daaronder dalen.



Inflation hedges buiten goud en zilver

Inflation hedges buiten goud en zilver – overige edelmetalen, grondstoffen, onroerend goed, etcetera, zien we op termijn flink stijgen, omdat we de westerse economieën zoveel gestimuleerd zien worden, dat de inflatie zal gaan oplopen. Die zien we dan echter maar weinig bevochten worden.



Heeft u vragen over dit rapport? Of over ontwikkelingen in de financiële markten? Of over uw risk management in meest brede zin? Neem contact op met onze onafhankelijke rente-, valuta- en commodity adviseurs. Per telefoon op 030-8201221 of per email icc@icc-consultants.nl.

DISCLAIMER

© ICC Consultants BV, The Netherlands. All rights reserved. No parts of this publication may be reproduced, stored in a **retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or** otherwise, without the prior written consent of the copyright owner. This publication is intended as general background information and not as definitive recommendation. The publishers and authors accept no liability whatsoever for any damage that may be incurred in connection with this publication should you consider concluding transactions on the basis of information supplied in this report.

